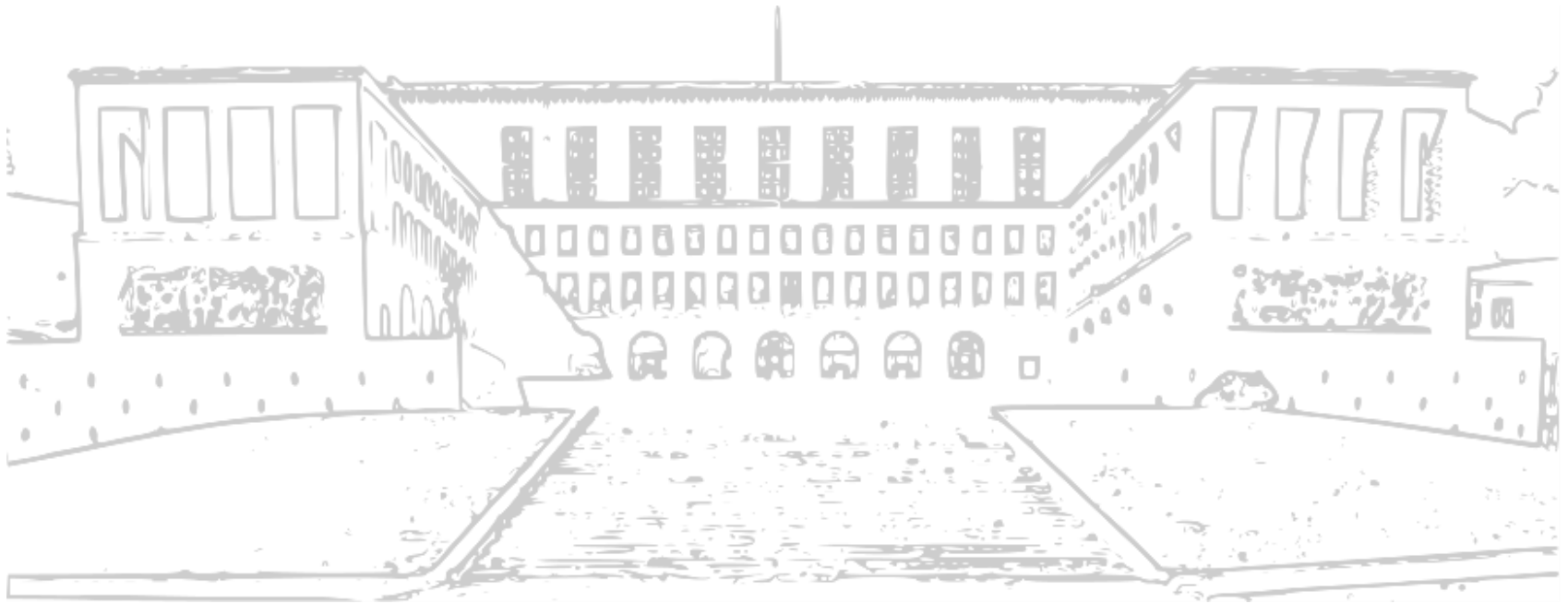


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

MERCATO DELLE VALUTE

A.A. 2018/2019

Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it



ARGOMENTI

- Scopi e caratteristiche e funzioni economiche dei tassi di cambio
- Teorie sui tassi di cambio:
 - lungo termine: PPP
 - breve termine
- Relazioni fra tassi di cambio e di interesse
- La condizione di parità dei tassi

SCOPI E CARATTERISTICHE

- Negoziazione di valute e, soprattutto, depositi in valuta
- La relazione P/Q determina i tassi di cambio e il costo di acquisto di beni, servizi e attività finanziarie estere
- Tre mercati di negoziazione:
 - a **pronti**: con scambio immediato (tasso *spot*)
 - a **termine** (*forward/future*): regolati a scadenza (tasso *future*)
 - **swap**: scambio diretto fra due valute fra le parti

SCOPI E CARATTERISTICHE

- Apprezzamento (aumento di valore di una valuta) e deprezzamento:
 - Tipicamente le quotazioni sono in **unità di valuta domestica per unità di valuta estera**, pertanto l'apprezzamento si misura con una *diminuzione* di questo tasso di cambio (ad es., per l'area Euro da 0.75 €//\$ a 0.70 €//\$)
 - A scopi illustrativi, può essere utilizzato l'inverso: **unità di valuta estera per unità di valuta nazionale**, pertanto l'apprezzamento si presenta in caso di aumento di questo tasso – più intuitivo (ad es., per l'area Euro, da 1.33\$/€ a 1.43\$/€)

SCOPI E CARATTERISTICHE

- Perché le **variazioni dei cambi** influenzano l'economia?
 - L'apprezzamento rende merci/servizi nazionali più costosi e quelli esteri più economici a parità di prezzo (viceversa per deprezzamento)
 - L'integrazione economica e finanziaria rende il fenomeno rilevante non solo per gli importatori/esportatori, ma per l'intera economia
 - Tassi di cambio e di interesse sono collegati dai rendimenti degli attivi
- La negoziazione è tipicamente **OTC** fra *dealer*, nonostante le borse presentino dati sui tassi di mercato e la stampa si riferisca ad un mercato, il *Forex*, che materialmente «non esiste»
- Raramente gli scambi coinvolgono le valute di per sé, solitamente avvengono su **depositi** a larga denominazione in valute estere
- Attualmente è il mercato finanziario più grande, con trilioni scambiati ogni giorno, senza considerare le transazioni al dettaglio (fino a 6 trn USD, 2014)
- Mercato estremamente liquido, profondo e globale

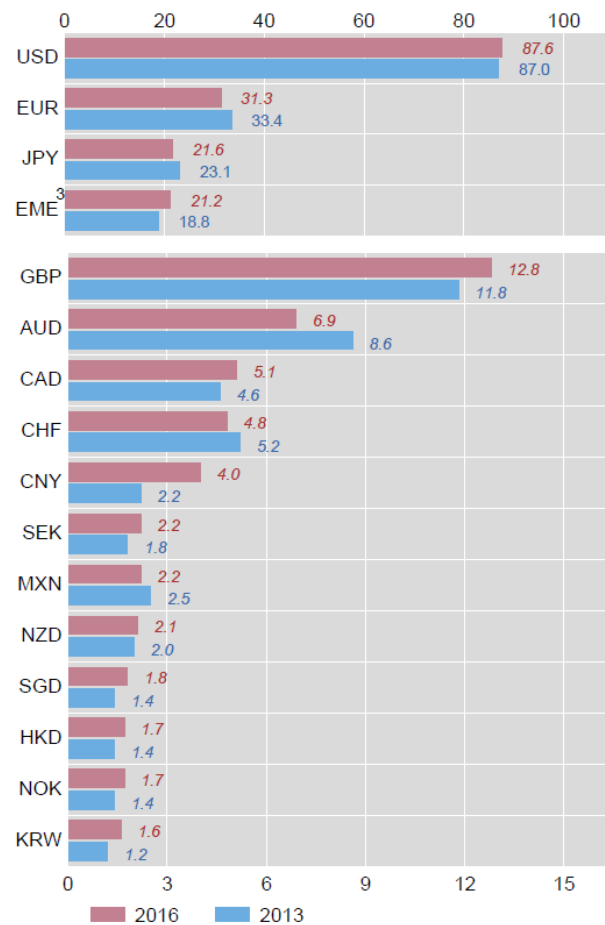
SCOPI E CARATTERISTICHE

Foreign exchange market turnover by currency and currency pairs

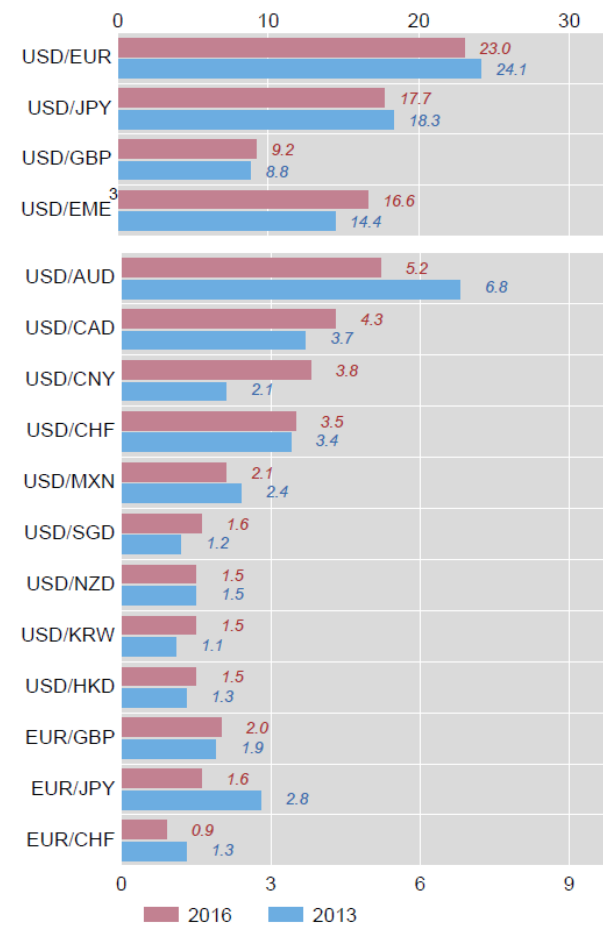
Net-net basis,¹ daily averages in April, in per cent

Graph 1

Selected currencies²



Selected currency pairs



¹ Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting. ² As two currencies are involved in each transaction, the sum of shares in individual currencies will total 200%. ³ Emerging market currencies.

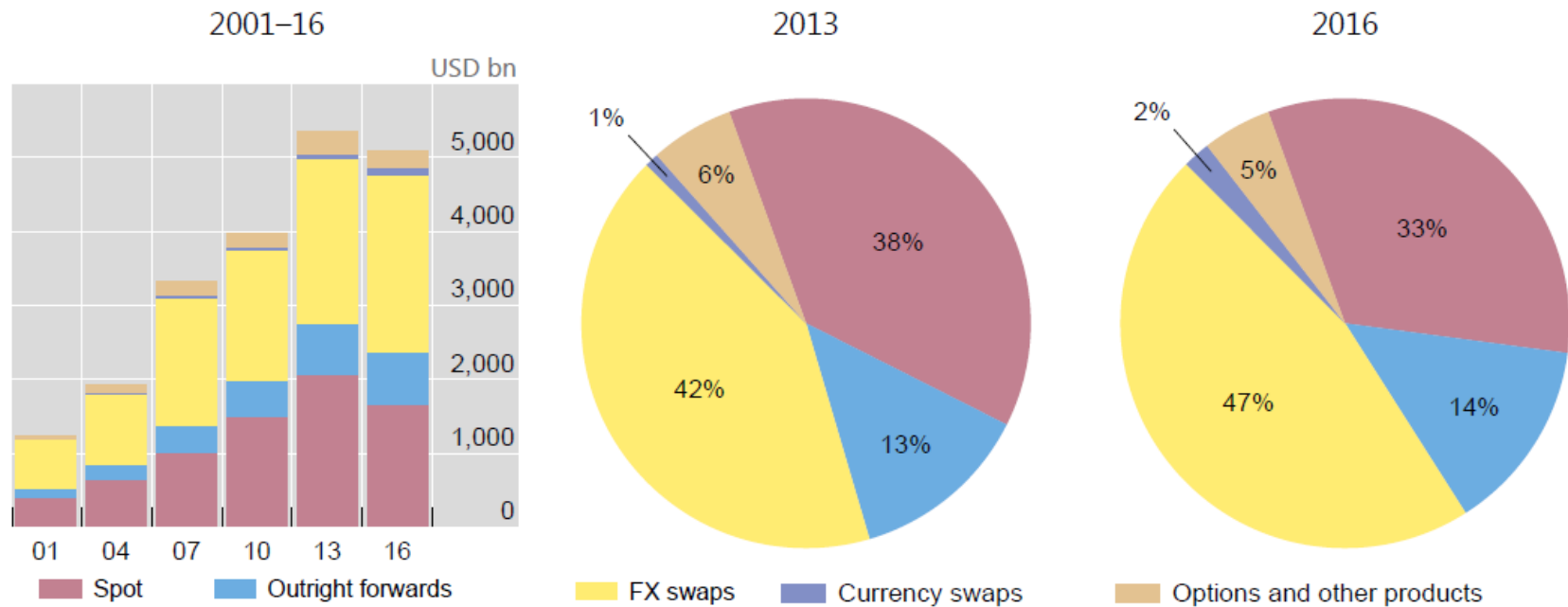
Source: BIS Triennial Central Bank Survey. For additional data by currency and currency pairs, see Tables 2 and 3 on pages 10 and 11.

SCOPI E CARATTERISTICHE

Foreign exchange market turnover by instrument

Net-net basis,¹ daily averages in April

Graph 2



¹ Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting.

Source: BIS Triennial Central Bank Survey. For additional data by instrument, see Table 1 on page 9.

TEORIE DEI TASSI DI CAMBIO: LUNGO TERMINE

Teoria della parità del potere d'acquisto (PPP)

- **Legge del prezzo unico:** due Paesi produttori dello stesso bene, in presenza di costi di trasporto e dazi trascurabili, dovrebbero esprimere il medesimo prezzo
- I tassi di cambio fra due valute dovrebbero pertanto riflettere le variazioni nei livelli dei prezzi relativi fra due Paesi (*inflazione*): se i prezzi aumentano in un Paese, la valuta si deprezza relativamente alle altre
- I tassi di cambio **reali** di scambio fra beni nazionali ed esteri rappresentano la relativa economicità/onerosità di una valuta, pertanto dovrebbero convergere verso l'unità
- L'ipotesi regge nel lungo termine a causa delle forti ipotesi:
 - perfetta sostituibilità di merci/servizi,
 - perfetta commerciabilità internazionale,
 - assenza di barriere e costi di trasporto

TEORIE DEI TASSI DI CAMBIO: LUNGO TERMINE

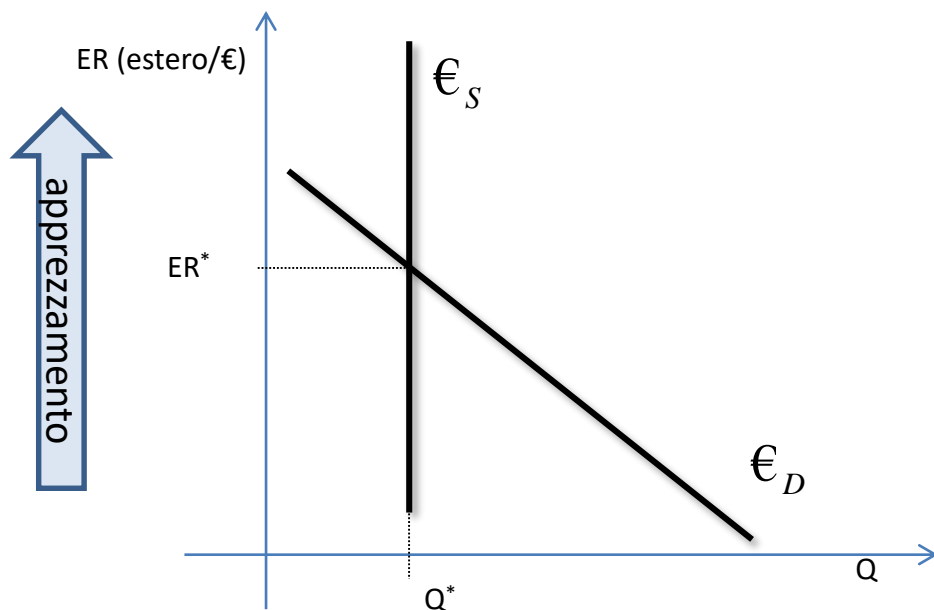
I fattori alla base dei tassi di cambio sono pertanto gli stessi che influenzano la domanda di beni nazionali ed esteri:

- **Livelli relativi dei prezzi:** l'aumento dell'inflazione domestica deprezza la valuta nazionale
- **Barriere doganali:** un loro aumento (quote e dazi) apprezza la moneta nazionale
- **Preferenze della domanda:** maggiore apprezzamento per le merci domestiche aumenta il valore della valuta nazionale
- **Produttività:** maggiore produttività nelle merci con mercato internazionale ne riduce il prezzo relativo e fa apprezzare la valuta nazionale

TEORIE DEI TASSI DI CAMBIO: BREVE TERMINE

Mercato degli *stock* di attivi denominati in valuta nazionale ed estera nel BT:

- L'offerta di attivi domestici può essere considerata fissa nel breve termine rispetto ai tassi di cambio
- La domanda, invece, si riduce all'apprezzarsi della moneta (a parità di attese rispetto ai tassi di cambio futuri), dato che tassi di cambio correnti più bassi comporta maggiori rendimenti degli attivi nazionali



Principali leve della domanda:

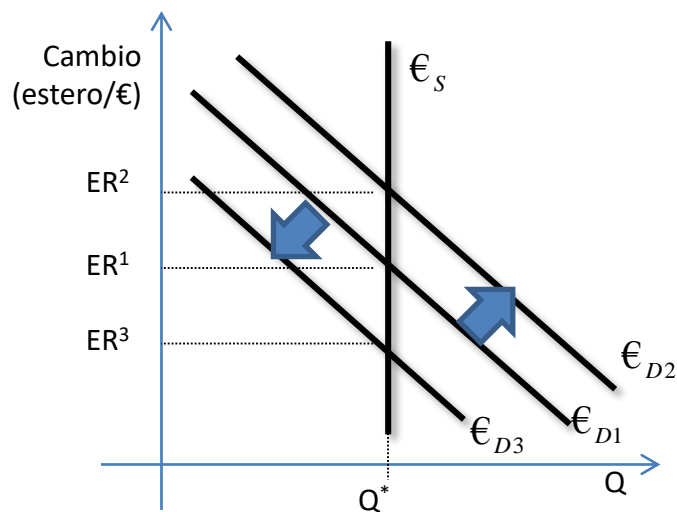
- **Tassi d'interesse:** se gli attivi domestici offrono maggiori rendimenti, aumenta la domanda e il cambio si apprezza (e viceversa)
- **Tassi di cambio attesi futuri:** se in aumento, cresce la domanda di attivi domestici apprezzando il cambio corrente (ad es. per attese di riduzione dell'inflazione, di più barriere doganali, di maggiore produttività, ecc.)

TEORIE DEI TASSI DI CAMBIO: BREVE TERMINE

Esempi

Spostamenti a SX:

- – rendimenti naz.
- + rendimenti esteri
- + prezzi domestici
- – barriere doganali
- + importazioni
- – esportazioni
- – produttività



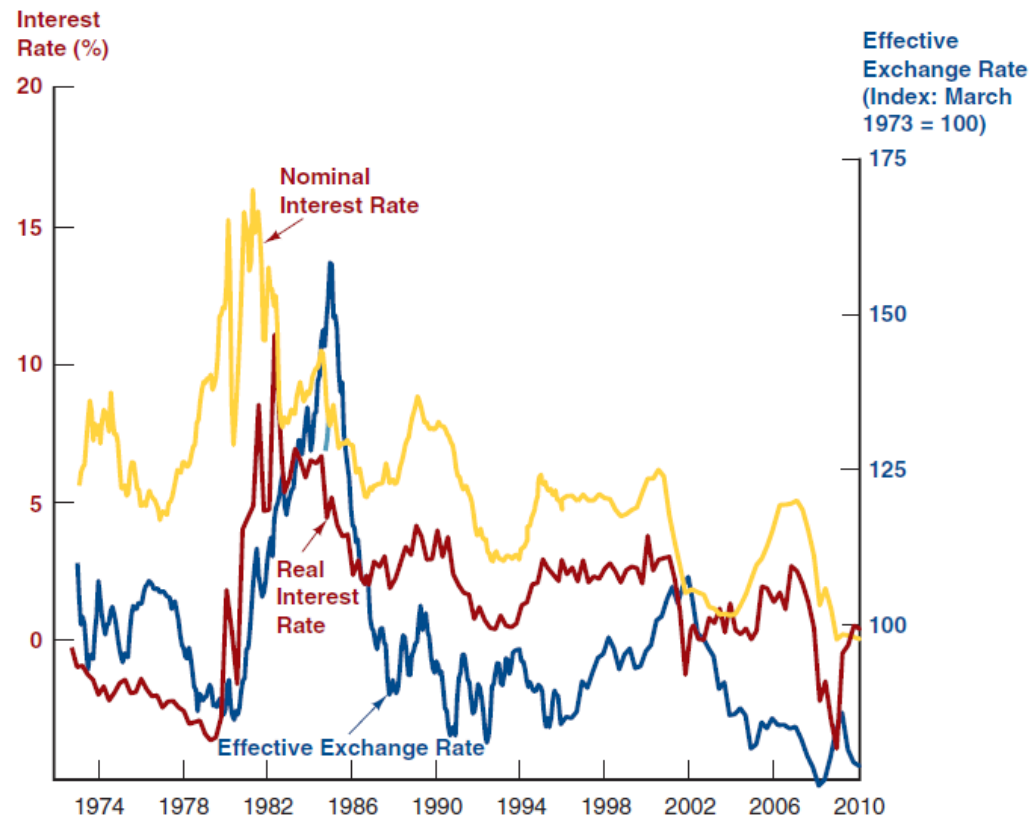
Spostamenti a DX:

- + rendimenti naz.
- – rendimenti esteri
- – prezzi domestici
- + barriere doganali
- – importazioni
- + esportazioni
- + produttività

TASSI DI CAMBIO E DI INTERESSE

- I tassi di interesse cambiano se variano il tasso reale o le attese sull'inflazione, con effetti diversi sul cambio

- Solo se aumentano i tassi reali aumentano i rendimenti e la domanda di attivi domestici, apprezzando il cambio
- Se la causa è l'inflazione attesa, i rendimenti calano (meno beni acquistabili a parità di denaro) così come la domanda di beni domestici, deprezzando il cambio



LA CONDIZIONE DI PARITÀ DEI TASSI

- Relazione utilizzata frequentemente per valutare tassi di cambio e interesse
- Se gli attivi domestici rendono i^D e quelli esteri i^F , il confronto fra rendimenti è possibile solo dopo la conversione valutaria
- I rendimenti in valuta estera devono considerare le attese di futura variazione del cambio con la valuta nazionale (dove E è l'usuale tasso estero contro domestico):

$$R^D(F) = i^D + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad \text{proxy di} \quad R^D(F) = i^D \cdot \frac{E_{t+1}^e}{E_t} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad \text{per} \quad \frac{E_{t+1}^e}{E_t} \approx 1$$

- I rendimenti relativi in valuta estera, cioè la differenza fra rendimenti domestici ed esteri, sono:

$$\text{Rel. } R^D(F) = i^D - i^F + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

- I rendimenti in termini di valuta domestica, assoluti e relativi, sono:

$$R^F(D) = i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \rightarrow \text{Rel. } R^F(D) = i^D - \left(i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \right) = i^D - i^F + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = \text{Rel. } R^D(F)$$

LA CONDIZIONE DI PARITÀ DEI TASSI

- Se gli attivi sono perfetti sostituti, aumenti nei rendimenti attesi interni od esterni porta ad un aumento di domanda degli stessi e/o una riduzione negli altri
- L'offerta è rigida: i rendimenti attesi dovrebbero eguagliarsi (in equilibrio: parità dei tassi) o, in altri termini, i tassi di interesse domestici dovrebbero corrispondere a quelli esteri più l'atteso apprezzamento della valuta estera:

$$i^D = i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

- Inoltre, focalizzandoci su E_t , la condizione spiega variazioni della domanda di attivi interni ed esteri:

$$E_t = \frac{E_{t+1}^e}{i^F - i^D + 1}$$



Apprezzamento di valuta domestica ($\Delta^+ E_t$) se:

- attesa di apprezzamento futuro
- aumento dei tassi di interesse domestici
- riduzione dei tassi di interesse esteri

ESEMPI

1. Il 1/02/2013 il tasso di cambio era 1.3644 \$/€. Se il 1/04 l'€ si è deprezzato del 6%, quale era il tasso di cambio? E in termini di €/ \$?
2. Immaginiamo che i tassi di interesse siano del 4% in EU e del 2.5% in USA. Cosa ci si può attendere in termini di variazione di valore della valuta estera (\$) ?

1. $1.3644 \cdot (1 - 6\%) = 1.2825$

$1/1.3644 = 0.7329 \quad 1/1.2825 = 0.7797 \quad (0.7797 - 0.7329) / 0.7329 = 6.38\%$

2. $i^D = i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \rightarrow -\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = 4\% - 2.5\% = 1.5\%$

ESEMPI

3. Cosa è accaduto ad € e \$ durante la crisi (2007-2008)?
Perché l'€ si presenta così "forte" nonostante la crisi del debito sovrano del 2011? E la sua più recente debolezza?



ESEMPI

Spiegazioni possibili degli effetti durante la crisi:

- Lo sviluppo iniziale appare limitato agli USA: la Fed taglia i tassi ampiamente e rapidamente, la BCE no per timori sull'inflazione dovuta ai prezzi del petrolio: apprezzamento dell'€
- Diviene evidente il contagio da USA ad EU: la BCE taglia i tassi al loro minimo storico: rallentare dell'apprezzamento dell'€
- *Flight to quality*: massicci acquisti di titoli USA, ritenuti più sicuri nonostante i bassi rendimenti, con conseguente apprezzamento del \$

ESEMPI

Spiegazioni possibili degli effetti durante la crisi del debito sovrano:

- Diversità di poteri e mandati fra Fed e BCE (vedremo), con maggiori difficoltà in EU di influenzare ampiamente i tassi di cambio con vincoli più stringenti alla politica monetaria
- L'EU rimane un'economia forte e più stabile di altre, in termini di import/export, finanze pubbliche, indebitamento privato, livelli dei tassi di interesse e ammontare delle misure straordinarie di liquidità al settore finanziario
- Mantenimento delle politiche di diversificazione degli emergenti in valute diverse dal \$
- Paradosso dell'Unione: maggiori le possibilità di una rottura sulla moneta, maggiore il rafforzamento dell'€

E la debolezza più recente?

- Divergente recupero economico fra aree del mondo (USA in particolare)
- Interventi più recenti della BCE